

En ce qui concerne le *B-Loan*, la notion de “parapluie multilatéral” ne signifie aucunement que l’organisme multilatéral accorde aux banques commerciales une quelconque garantie sur ce crédit. Elle indique simplement que les banques se sentiront rassurées à l’idée que les Etats hôtes hésiteront à prendre des mesures néfastes à l’encontre du projet en raison de la présence d’un organisme multilatéral dans la structure de financement.

Enfin, bien que les institutions multilatérales soient souvent réticentes à supporter certains risques, elles ont l’avantage de pouvoir proposer des durées beaucoup plus longues que les banques commerciales et surtout des taux fixes sur ces durées.

2.3.5 - Les “placements privés” par émission d’emprunt obligataire

Les “placements privés” sont une source de financement long en plein essor aujourd’hui, notamment dans le domaine du financement des infrastructures de transport. Ils sont généralement émis sur le marché nord américain et réservés à une clientèle institutionnelle, à ne pas confondre donc avec les émissions obligataires avec appel public à l’épargne.

L’émission d’obligations sous la règle 144A, sans doute la plus utilisée aujourd’hui, permet d’obtenir des conditions financières (marges et commissions) favorables ainsi que des maturités quelque peu supérieures à celles disponibles sur le marché bancaire. Cette méthode de financement est assez récente puisqu’elle a pris son essor au début des années 90 mais n’a pas encore atteint un stade de maturité. En effet, le marché commence seulement depuis quelques années à accepter de couvrir les besoins de financement pendant la période de construction. Elle s’apparente donc plus à une méthode de refinancement pour les banques que de financement pour les investisseurs.

Il faut également noter que faire appel à des investisseurs de cette catégorie pose des problèmes de relations inter créditeurs. En effet, si le problème de séniorité entre les catégories de dette peut être aisément résolu, la capacité des différents quorums à appeler ses sûretés, les différences de niveau d’information fourni aux protagonistes posent d’importants problèmes. En effet, on n’informe pas un club de quelques banques comme un large et liquide syndicat d’investisseurs hétérogènes.

2.4 - STRUCTURATION DES FONDS PROPRES ET QUASI FONDS PROPRES (EQUITY)

2.4.1 - Principes généraux

Par définition, la notion de fonds propres se rapporte aux ressources financières susceptibles de pouvoir supporter un décalage dans le temps du retour à l’exigibilité de la ressource et ce, sans risque de sanction monétaire. Autrement dit, les fonds propres sont les ressources financières placées sous le contrôle de l’entreprise et destinées à supporter **en premier** la matérialisation des risques du projet.

2.4.2 - Les " fonds propres " apportés par le secteur public

Les formes d'intervention du secteur public dans les opérations portuaires sont variées et dépendent largement de la configuration du projet. De manière non limitative, on peut citer :

- les **apports en actifs** : cette solution a le double avantage de réduire le montant initial de l'investissement et éventuellement de fournir des revenus pendant la période de construction. Dans le cadre d'un projet d'extension portuaire, l'apport en actifs peut consister à confier au concessionnaire privé l'exploitation d'un terminal existant géré jusqu'alors par une autorité portuaire publique de type *Service Port*. De cette façon, la rentabilité financière attendue par les investisseurs est confortée par l'assurance de cash-flows et ce, dès la signature du contrat de concession. On parle alors de la technique de **l'adossement**.
- les **apports en numéraires** : l'autorité concédante peut apporter au projet des subventions d'investissement et/ou d'exploitation qui permettent, entre autres, d'augmenter les cash-flows disponibles pour le service de la dette. Dans le cas d'un projet portuaire *greenfield*, des subventions d'investissement sont très souvent exigées pour le financement des ouvrages de protection contre la houle en raison du caractère " discontinu " de cet investissement.
- les **apports en garantie** : garantie de revenu minimum (s'apparentant à des contrats d'enlèvement), garantie de rendement pour le capital investi, garantie de comblement du passif dans des cas de force majeure...

De nombreuses modalités existent en matière de **véhicule de financement** concernant cet apport " en fonds propres " à la SPC par le secteur public. Cette intervention peut ainsi prendre la forme d'un :

- **financement public** émergeant sur le budget de l'autorité concédante ou de l'Etat hôte du projet
- **crédit export** (en général crédit acheteur) consenti par une (ou plusieurs) agence(s) de crédit export à l'autorité concédante. Se pose alors pour la banque la notion de risque politique sous-souverain (*sub-sovereign risk*)
- **financement bilatéral** (de type Agence française de développement ou AFD) ou **protocole gouvernemental** (nouvellement renommé en France Réserve Pays Emergents ou RPE)
- **financement communautaire** pouvant provenir de la Banque européenne d'investissement (BEI) ou de la Commission européenne (financements ISPA ou FED notamment)
- **financement multilatéral** du Groupe Banque mondiale (IRDB ou IDA)

A l'exception des crédits export, le bénéficiaire de ces types de financement est l'Etat hôte du projet qui rétrocède alors le crédit, le plus souvent accordé à des conditions " concessionnelles ", à l'autorité portuaire concernée. Si cette technique présente l'avantage indéniable pour les prêteurs d'éviter le risque de carence émanant de l'autorité publique locale du fait que le crédit bénéficie d'une " garantie souveraine ", il n'est pas moins vrai que dans certains pays en développement (en Afrique en particulier) cette procédure de rétrocession du crédit par l'Etat s'établit à des conditions pas toujours aussi avantageuses pour l'entité locale, l'Etat souhaitant réaliser une marge sur l'opération.

Les analystes financiers assimilent l'ensemble de ces participations financières du secteur public dans le projet à des fonds propres, que l'autorité concédante fasse ou non partie du tour de table des actionnaires de la SPE. Toutefois, ceci n'exclue nullement que le risque de non mise à disposition de ces ressources existe pour le concessionnaire privé. Ce risque fait partie intégrante du risque politique. On comprend pourquoi le concessionnaire privé, et les banques en particulier, ont généralement tendance à préférer les subventions d'investissement, exigibles dès le début de la concession, aux subventions d'exploitation.

2.4.3 - Les fonds propres investis par les sponsors du projet

Les fonds propres apportés au projet par les sponsors sont versés en premier lieu au capital social de la SPC. Celui-ci est déterminé en fonction du minimum requis par la législation et des disponibilités de trésorerie des futurs actionnaires.

Les exigences bancaires ne sont en général pas trop contraignante en matière de montant du capital social car seul le montant des fonds propres et assimilés est significatif en termes de structure de financement. Le solde en fonds propres est généralement servi par les sponsors à la SPC sous forme de lettres de crédit bancaires confirmées, portées au nom de l'actionnaire.

2.4.4 - Les prises de participation en capital par les institutions multilatérales

Les institutions multilatérales se sont dotées d'outils financiers leur permettant d'intervenir en capital dans ces opérations en se positionnant en tant qu'actionnaire de la SPC au même titre que les sponsors du projet. La plus connue de ces institutions est sans doute la Société Financière Internationale ou SFI (*International Finance Corporation* ou IFC), filiale du groupe Banque Mondiale, qui intervient comme investisseur auprès des sociétés privées dans les pays en développement. Elle agit comme catalyseur, en l'absence de la garantie des gouvernements, en assurant les co-investissements de la protection des risques non-commerciaux, d'expropriation et de rapatriement de profits.

Les formes d'intervention de la SFI sont au nombre de trois :

- des **prises de participation en capital** directement dans la SPC
- des **prêts subordonnés à long terme** accordés à la SPC et alors considérés dans la structure de financement comme des quasi fonds propres
- des **avances d'actionnaires** consentis aux sponsors du projet qui s'apparentent à des comptes courant d'associés et sont également considérés comme des quasi fonds propres

2.4.5 - Les prises de participation en capital par les institutions bilatérales

Certaines institutions bilatérales interviennent dans ces projets par l'intermédiaire de prises de participation en capital dans la SPC. En France c'est le cas de la PROPARCO, filiale investissement de

l'Agence française de développement (AFD). Créée en 1977, avec l'AfD comme unique actionnaire, la Société de promotion et de participation pour la coopération économique (PROPARCO) a pour mission la promotion et l'appui à la création et le développement d'entreprises privées dans les pays en développement (Afrique notamment).

Elle intervient sous la forme d'opérations en fonds propres et quasi fonds propres, de prêts à moyen ou long termes et par le biais de garanties et de participation à de nombreux fonds d'investissement. Elle apporte également des services en ingénierie financière (conseil dans le montage des affaires, conseil en stratégie, mise en relation d'affaires, évaluation de projets).

Les participations en capital de la PROPARCO, toujours minoritaires, sont destinées à être cédées après une période moyenne de six années, quand l'entreprise atteint une croissance satisfaisante. Les interventions en haut de bilan peuvent également revêtir la forme de comptes courants d'actionnaires, d'obligations convertibles, de prêts participatifs ou toute forme de dette subordonnée. PROPARCO par ses interventions en fonds propres et les modes de cession qu'elle privilégie contribue à l'émergence et à la dynamisation des marchés financiers dans les pays en développement.

2.4.6 - Les fonds d'investissements spécialisés

L'appel à des fonds spécialisés (géographiques, sectoriels, religieux) peut également, dans certains cas, permettre le financement de projets importants. Ces sources de financement "sophistiqués" s'apparentent généralement à des quasi fonds propres puisque les capitaux investis sont généralement servis à la SPC sous forme de **dette mezzanine**.

Cette dette de rang junior ("dette subordonnée") par rapport à la dette bancaire classique est apportée au projet pour une durée souvent longue, et reçoit une rémunération largement supérieure à celle qui est servie à la dette bancaire classique. Ce type de financement s'adresse donc à des investisseurs privés très spécialisés : fonds de pension, institutionnels, sociétés financières filiales de grands groupes (on en retrouve bon nombre en France dans le secteur de la construction notamment).

2.5 - L'INGENIERIE FINANCIERE DU PROJET EN MATIERE DE GESTION DES RISQUES FINANCIERS " EXOGENES "

2.5.1 - Présentation générale : le marché interbancaire (Forward) et les marchés organisés (Futures)

Les risques financiers "exogènes" appartiennent à la classe des risques dits "de marché" par opposition aux risques "politiques", autrement dit résultant des évolutions perpétuelles du marché des capitaux. Ils font généralement référence aux risques de taux d'intérêt, de taux de change et de contrepartie.

La gestion du risque de contrepartie ou risque de crédit fait appel à des mécanismes de couverture et des catégories d'acteurs bien spécifiques à ce segment de marché que nous développerons ultérieurement.

Concernant la couverture des risques de taux et de change, on distingue deux grandes familles de marché qui, bien que distincts, n'en demeurent pas moins interdépendants :